

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 336, 3 de Noviembre de 2006

AL INSTANTE

### ESTADOS UNIDOS “Pronta Estabilización en el Sector Inmobiliario y Fed en Compás de Espera”

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA

La economía se ha situado sobre una preocupante senda de disminución en su tasa de crecimiento, cifra que alcanzó un 3,7%, y un 2,6% para el primer y segundo trimestre, respectivamente. Para el tercer trimestre, el crecimiento del producto se estima será solamente del 1,6%, el menor nivel presentado desde hace tres años y medio.

La principal explicación de este comportamiento, radica en la fuerte contracción de los índices de construcción residencial y del sector manufacturero, disminución que se acrecentaría al finalizar el año.

Se estima que durante el tercer trimestre, la reducción del sector construcción residencial sería del 17,4%, lo que sustraerá 0,8 p.p. al PIB, mientras que la reducción en el balance comercial y la corrección de inventarios, restarían a la producción total 0,7p.p. y 0,8 p.p. respectivamente.

Por su parte, las constructoras de vivienda esperan seguir recortando su actividad en los próximos meses, no obstante los últimos índices del sector (NAHB, Consumer Attitudes, Housing Starts), que tienden a afirmar la convicción de que las ventas comenzarán a estabilizarse y que la recuperación se iniciaría en el primer trimestre del 2007, fecha a partir de la cual la oferta comenzaría a responder frente a las presiones de la demanda.

Por su parte, el crecimiento del consumo real para el tercer trimestre se estima en torno al 3,5%, luego del 2,6% del trimestre anterior. Este será sustentado principalmente por el continuo incremento de los salarios nominales, los que lograron un aumento acumulado del 7,75% en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, el desempleo ha consolidado su gradual disminución, alcanzando una cifra del 4,5% en septiembre. No obstante lo anterior, preocupa la gradual disminución en la creación de nuevos empleos. Como elemento moderador del consumo aparecen las continuas alzas de las tasas de interés, las que han incrementado el costo del crédito significativamente.

La inversión fija ratificó la fortaleza de su crecimiento, y creció un 8,6% durante el tercer trimestre. Destacó, en ese periodo, el aumento del 14% en la construcción no residencial, y el débil crecimiento del 6,4% en el gasto en equipos y tecnología, el cual, dado su creciente importancia, se espera repunte en el cuarto trimestre.

Con respecto al comercio exterior, el empeoramiento del déficit comercial guarda relación con el mayor crecimiento de las importaciones sobre las exportaciones, registradas al final del segundo semestre. El crecimiento de las importaciones, se explicó por el aumento del precio del petróleo. El superávit en la oferta de bienes de capital, y su respectiva disminución de precios, redujo el total de ingresos por exportación, caída que en parte, fue amortiguada por el aumento en los envíos de equipo y telecomunicaciones. Por su parte, la robusta demanda interna de la zona Euro, se ha consolidado como un importante elemento de estabilidad, en relación a los saldos comerciales respectivos.

### **POLÍTICA MONETARIA**

La Reserva Federal, en su reunión de septiembre, decidió mantener la tasas de interés por tercera vez consecutiva en un 5,25%, considerando que las presiones inflacionarias lograrán ser moderadas por la desaceleración de la economía, principalmente, como reflejo del gradual enfriamiento en el mercado inmobiliario, y de los efectos tardíos de los anteriores aumentos de tasa y de precios energéticos.

Tanto La inflación subyacente, como el deflactor del PCE (personal consumer expenditure, aproximación al gasto familiar), aún se sitúan por sobre la zona considerada como confortable por la FED, la que fluctúa en torno al 1% y 2%. Durante los

tres últimos meses, la inflación subyacente, ha presentado un incremento mensual del 0,2%, acumulando a septiembre un crecimiento en torno al 3%, el mayor nivel en más de una década. Por su parte, la inflación total ha disminuido considerablemente, pasando del 5% del primer trimestre, al 2,9% en el segundo trimestre, y con una proyección de decrecimiento del -0,6% para el último trimestre del 2006. Esta última cifra se justificaría por la reducción del precio del petróleo y el exceso de inventarios de gas natural. Dichas disminuciones de valor, se espera traspasen directamente los costos de producción, y se reflejen en los precios finales.

En el caso del deflactor del PCE subyacente, la volatilidad de los precios de la energía, para el primer trimestre, solamente contribuyó en un 0,1% a su variación total, mientras que factores de presión como la capacidad instalada, la inflación esperada y los precios de las importaciones se tornan trascendentales en el comportamiento de este indicador. De esta forma, considerando que la holgura de la economía se encuentra en torno al 82%, con coherentes bajas en las tasas de desempleo, y también baja productividad laboral, se postula que la única forma de que la inflación vuelva a su nivel confortable, sería extendiendo el actual periodo de lento crecimiento, por lo que se debería reforzar el efecto restrictivo de las tasa de política monetaria.

Según los últimos comunicados, el deflactor del PCE se situó en un 2,0%, nivel significativamente menor a lo estimado. Junto con lo anterior, a pesar de que el ingreso personal, para septiembre aumentó un 0,5% (esperado: 0,2%), el consumo personal creció sólo un 0,1% (esperado: 0,3%), comportamiento que fortalece la

contención de los actuales riesgos inflacionarios.

De esta forma, no obstante la no flexibilización de las tasas interbancarias, la autoridad confía que el crecimiento de la economía se sostendrá en un ritmo moderado en el corto plazo, sostenido tanto por los significantes disminuciones de los precios de la energía, como por los aumentos sustanciales del ingreso real y las favorables expectativas del mercado.

Será necesario además crear mayor holgura en la economía, principalmente a través de mejoras en el mercado laboral, donde la aceleración de los costos unitarios laborales (3,5% seg. trim.) excede preocupantemente a la evolución de la productividad laboral (0,6 % seg. trim.%). Conjuntamente, la disminución en la tasa de creación de nuevos empleos, se ha asociado a la futura reducción de la fuerza de trabajo, lo que constituiría otra presión sobre la extenuada capacidad de los recursos económicos actualmente disponibles.

Los especialistas esperan que la FED, en su próxima reunión el 12 de diciembre, mantenga su tasa de referencia en 5,25%, considerando que tanto el escenario crecimiento, como la existencia de presiones inflacionarias no sufrirán cambios sustanciales.

En concordancia con lo anterior, el ex presidente de la FED, Alan Greenspan, señaló que "la economía está saliendo gradualmente del atolladero provocado por el mercado de bienes raíces, y que el panorama de crecimiento es razonablemente bueno".

Por otro lado, el dólar amplió su descenso frente a las principales divisas, tras conocerse la decisión de la FED. El tipo de

cambio nominal actualmente es de 1,27 euros por dólar. Según estimaciones, la moneda europea se verá fortalecida por futuras alzas de tasas efectuadas por el BCE razón por la cual tanto los inversionistas privados como los bancos centrales se están cambiando del dólar al euro. Los precios de los bonos del tesoro continúan subiendo, con un retorno exigido del 4.68%.

### **SECTOR VIVIENDA**

A pesar de la ya mencionada fuerte desaceleración del sector, que representa el mayor declive desde la recesión de 1990, existirían señales de estabilización en las ventas inmobiliarias, las que han sido razón suficiente para estimar una posible estabilidad durante el cuarto trimestre.

En septiembre, las ventas del sector vivienda comenzaron a dar signos de recuperación. La esperada consolidación de la demanda estaría explicada por la disminución acumulada hace cuatro meses en los precios de las hipotecas, además de la solidez de los ingresos derivados de las rentas, y el ajuste a la baja en los precios de las viviendas.

De acuerdo a los estudios de precios inmobiliarios a mediano plazo, estos han acumulado una fuerte caída del 9,7%. Sin embargo, el índice de precios que incorpora el ajuste por calidad, estima que en el tercer trimestre, los precios de venta de nuevas viviendas declinaron sólo en un 0,8%, no obstante ello, los precios continúan siendo un 2,9% inferior a los registrados durante el mismo periodo del 2005. De todos modos, se estima que la baja promedio de los precios del sector bordearía el 1,7% en agosto.

Hay que considerar que la reducción de los precios también se ha visto afectada por el

aumento en las ventas de viviendas de bajo costo, por lo que los valores se tornan exagerados, en espera de un ajuste gradual. La principal preocupación, radica en la inevitable pérdida de valor y riqueza de los propietarios y el efecto sobre su situación financiera, además de los daños colaterales a las ventas del sector constructor no residencial.

Las señales de estabilización se han fundamentado en los resultados de los últimos estudios. Entre ellos, cabe destacar: Con respecto a las ventas de viviendas existentes, éstas cayeron un 1,6% en septiembre, lo que equivale a un nivel 12,25% inferior al promedio del 2005. Las ventas de nuevos inmuebles, repuntaron en septiembre un 5,3%, ayudadas por la disminución de las hipotecas y la flexibilidad de los precios. Los inventarios se han estabilizado, mostrando graduales reducciones desde hace tres meses, luego de los dramáticos excesos de principios de año. Además, las ventas pendientes han mostrado cifras positivas en torno al 4,3% en agosto, luego de la contracción del 7% sufrida en julio.

Algunos expertos señalan que esta desaceleración, parece no afectar significativamente a otros sectores de la economía. Lo anterior se ha demostrado a través de un sólido crecimiento de las ventas del sector automotriz y tecnología, generando un considerable repunte en el consumo privado, este último en línea con el crecimiento del ingreso real. Por su parte, la tasa de ahorro personal no ha presentado importantes variaciones.

Con respecto al comportamiento del actual trimestre, no se esperan cambios relevantes, considerando que el nivel de inventarios es aún alto y que paralelamente las

autorizaciones de edificación se han reducido.

## PERSPECTIVAS

Se espera que para el tercer trimestre la actividad repunte, alcanzando un crecimiento del 3,5%, impulsado por la fortaleza del consumo y la inversión. Por otro lado, el esperado ajuste de inventarios, y el repunte previsto en el sector inmobiliario y manufacturero se transformarán en elementos claves para la actividad del último trimestre.

Cabe destacar que estos pronósticos suponen la continuidad de la actual senda de crecimiento en el ingreso real, pero en la medida que se apliquen ajustes que pretendan estabilizar los costos versus la productividad laboral, podríamos enfrentarnos a un escenario en donde la demanda interna se enfríe.

Por otro lado, la esperada disminución en los precios energéticos, si bien tendría un positivo efecto sobre los costos de producción, alentando el crecimiento del producto, también incidiría en un efecto incentivador del consumo, el cual acentuará los riesgos inflacionarios. En este sentido, la decisión acerca de las tasas de referencia de la FED, serán fundamentales en cada décima de crecimiento real de la actividad para el 2007.

Especial importancia adquiere el crítico momento por el cual está pasando el Partido Republicano, el cual ha visto seriamente dañado su nivel de aprobación, dado el conflicto en Iraq y en vísperas de las elecciones parlamentarias el próximo 7 de noviembre. El sector fiscal ha insistido en la fortaleza de la economía, y en la forma en cómo la actividad ha logrado absorber la crisis del sector vivienda, todo ello como un

llamado a flexibilizar la tasa establecida por la FED e impulsar el consumo.

En definitiva, la incertidumbre que rodea al sector vivienda, se presenta como el elemento clave en las expectativas futuras. Asumiendo que la recuperación se aproxima, las expectativas de crecimiento para el 2007 se sitúan en torno al 3,3%, nivel aún inferior al potencial de la economía

A modo de conclusión, los especialistas sostienen que la economía Estadounidense, estaría inserta en medio de un mini ciclo económico, cuyo punto de mayor desaceleración estaría representado por el débil desempeño del tercer trimestre. De este modo, el repunte para el cuarto

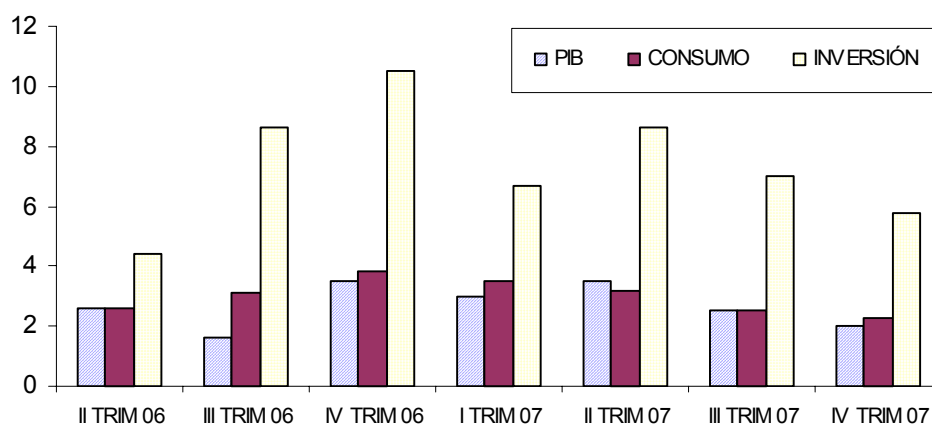
trimestre, se sostendría en el efecto acumulado de la disminución en los precios de petróleo, lo que mejorará tanto la balanza comercial, como la solidez del consumo. Por su parte, el pronto ajuste de inventarios, dará paso a un nivel de producción sustentable♦

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

<b>EEUU</b> (Octubre 2006)	<b>II TRIM 06</b>	<b>III TRIM 06</b>	<b>IV TRIM 06</b>	<b>I TRIM 07</b>	<b>II TRIM 07</b>	<b>III TRIM 07</b>	<b>IV TRIM 07</b>
<b>PIB (var %)</b>	2.6	1.6	3.5	3	3.5	2.5	2
<b>CONSUMO (var%)</b>	2.6	3.1	3.8	3.5	3.2	2.5	2.3
<b>INVERSIÓN (var%)</b>	4.4	8.6	10.5	6.7	8.6	7	5.8
<b>VENTAS DOMÉSTICAS (% del PIB)</b>	1.7	2.3	3.5	3.3	3.4	2.9	2.4
<b>CUENTA CORRIENTE (% del PIB)</b>	-6.6	-6.9	-6.5	-6.7	-6.7	-6.6	-6.7
<b>EXPORTACIONES NETAS (% del PIB)</b>	0.4	-0.6	0.4	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1
<b>INVENTARIOS (% del PIB)</b>	0.4	-0.1	-0.3	-0.2	0.3	-0.1	-0.3
<b>INGRESO REAL PERS. DISPONIBLE ( var %)</b>	1.7	3.7	4.7	3.5	4	3	2
<b>TASA DE AHORRO (var %)</b>	-0.6	-0.5	-0.3	-0.3	-0.1	0.1	0
<b>IPC ( var %)</b>	5	2.9	-0.6	2.7	2.8	2.6	2.5
<b>IPC SUBYACENTE (var%)</b>	3.5	3	2.8	2.9	3	2.8	2.6
<b>DEFLACTOR DEL PCE UBYACENTE (var%)</b>	2.7	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5
<b>COSTOS LABORALES (var %)</b>	3.6	3.2	2.9	3.3	3.6	3.7	3.6
<b>PRODUCTIVIDAD (var%)</b>	1.6	1	0.5	2	2.3	1.8	1.5
<b>CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA (mill unidades)</b>	1873	1735	1690	1650	1650	1700	1750
<b>PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (var%)</b>	5.1	3.8	2.5	4.5	4	3	3
<b>DESEMPLEO (var%)</b>	4.6	4.7	4.6	4.5	4.5	4.4	4.5
<b>TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA (%)</b>	5.25	5.25	5.25	5.5	6	6	6.25

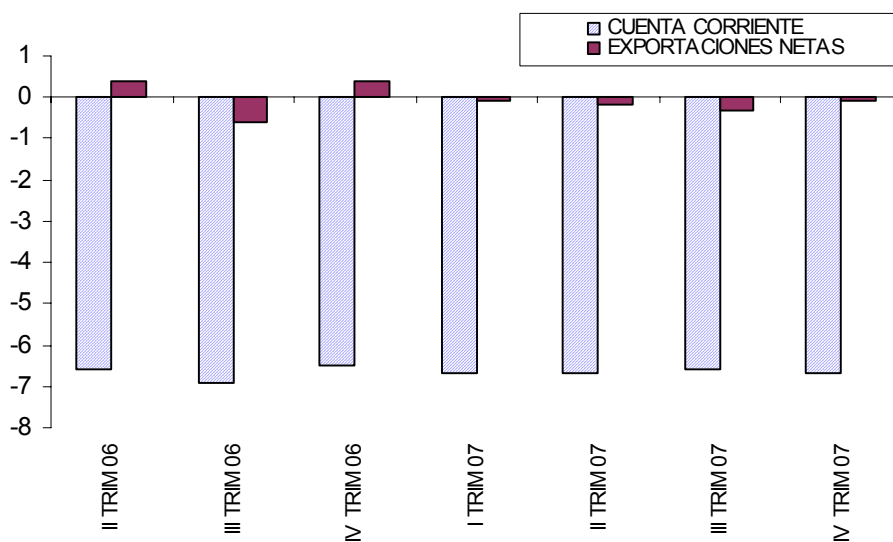
Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

**Producto Interno Bruto -Consumo -Inversión**  
**(var%)**



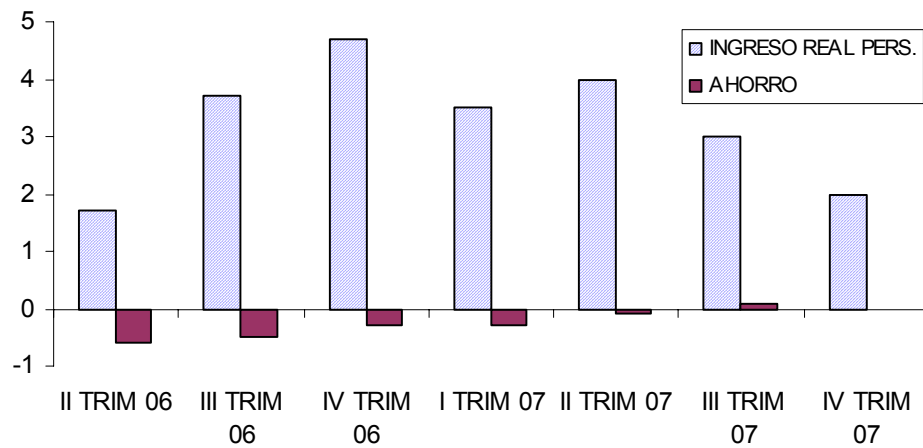
Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

**Cuenta Corriente- Exportaciones netas (% del PIB)**



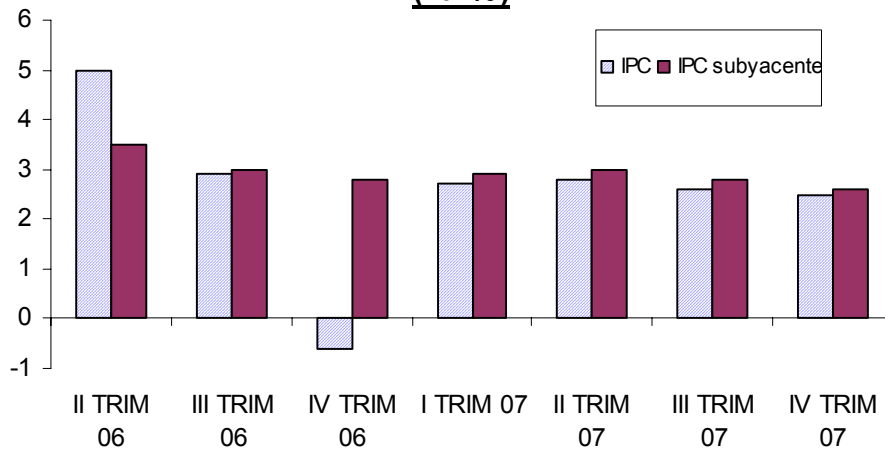
Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

**Ingreso personal real disponible- Ahorro (var%)**



Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

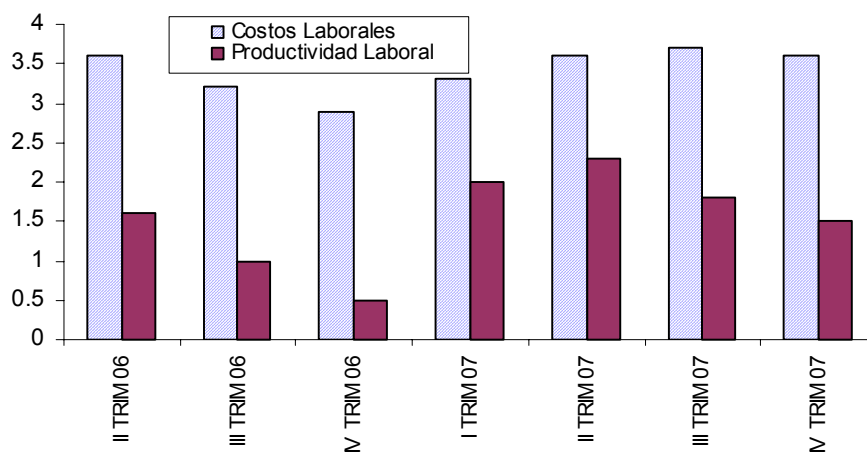
**Indice de precios al consumidor- IPC suyacente (var%)**



Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

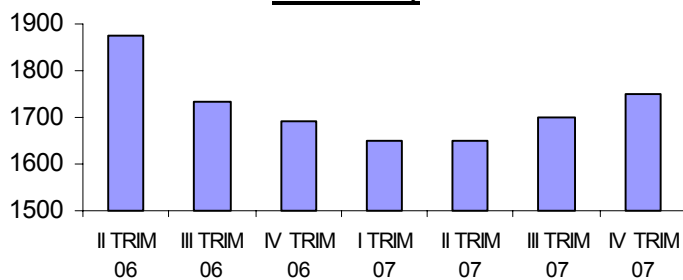


### Costos Laborales - Productividad Laboral (var%)



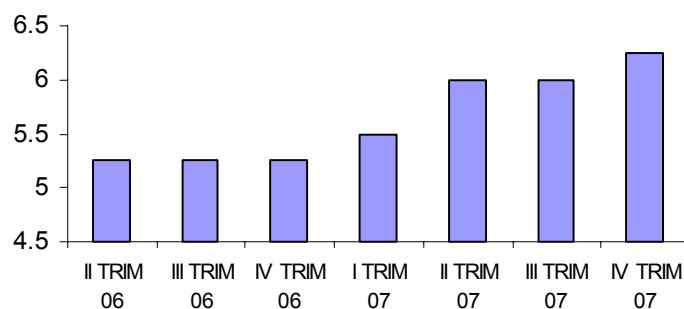
Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

### Construcción de viviendas (mill de unidades)



Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

### Tasa de interés de referencia (%)



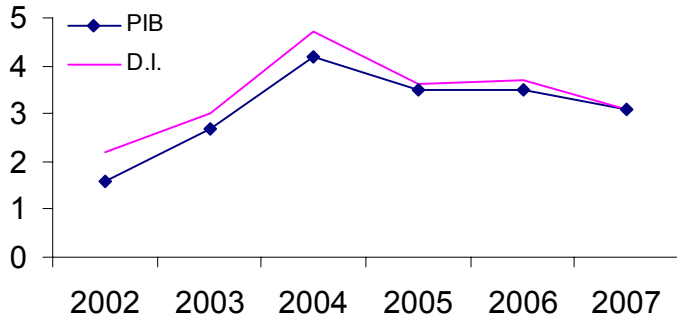
Fuente: JP Morgan, Deutsche Bank, LyD

Evolución de los principales indicadores económicos y proyecciones

EEUU	2002	2003	2004	2005	2006p	2007p
<b>PIB</b>	1,6	2,7	4,2	3,5	3,5	3,1
<b>Demanda Interna</b>	2,2	3	4,7	3,6	3,7	3,1
<b>Cuenta Corriente(us\$bill)</b>	-472	-528	-665	-792	-868	-935
<b>Saldo Balanza de Comercial(us\$bill)</b>	-482	-547	-665	-783	-875	-912
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>	41	43,8	45,3	46	46,7	47,9
<b>Balance Fiscal (% del PIB)</b>	-0,8	-5	-4,7	-3,8	-3,3	-3,4
<b>Tasa de interés de referencia FED</b>	2,7	1,1	1,3	3,1	4,1	
<b>Inflación ( CPI)</b>	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,6
<b>Inflación subyacente(CORE)</b>	2,4	1,4	1,8	2,2	2,5	2,9
<b>Índice de construcción habitacional</b>	6,8	8,3	5,1	-3,4	-4,3	
<b>Desempleo</b>	5,8	6	5,5	5,1	4,8	4,8
<b>Productividad</b>	4,1	3,7	3	2,3	2,2	1,9

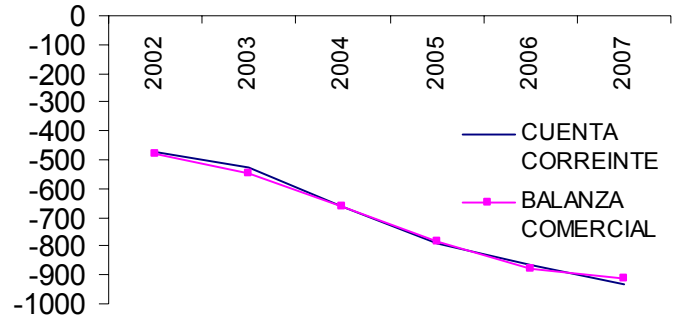
GRÁFICOS

**PIB - DEMANDA INTERNA**



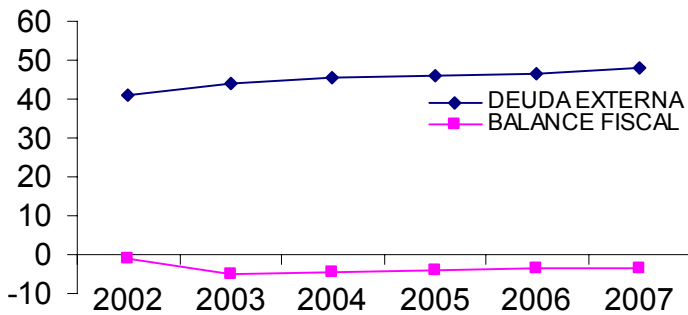
Fuente : J.P. Morgan

**CUENTA CORRIENTE - BALANZA COMERCIAL**



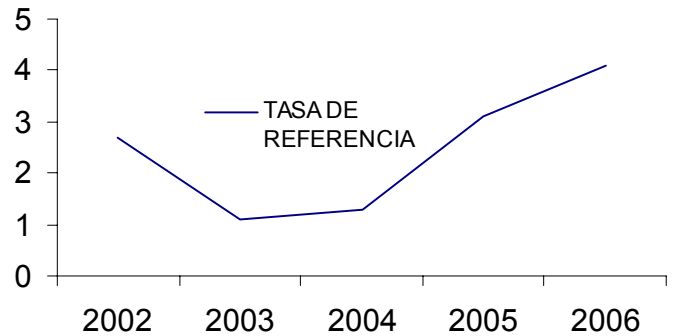
Fuente : J.P. Morgan

**DEUDA EXTERNA - BALANCE FISCAL**



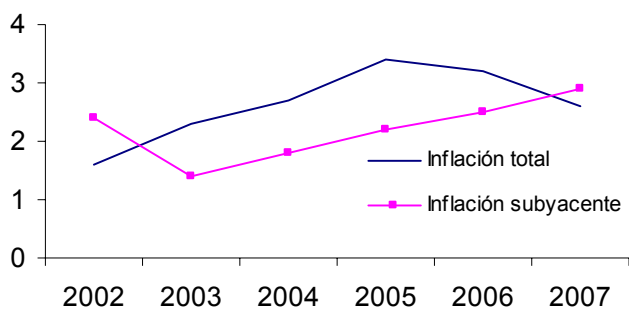
Fuente : J.P. Morgan

**TASA DE REFERENCIA**



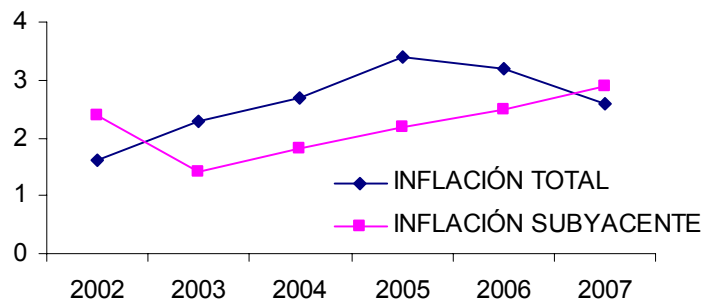
Fuente : J.P. Morgan

**CONSTRUCCIÓN HABITACIONAL**



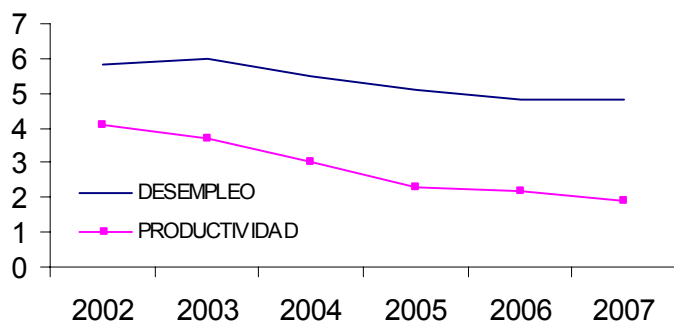
Fuente : J.P. Morgan

**INFLACIÓN TOTAL - INFLACIÓN SUBYACENTE**



Fuente : J.P. Morgan

**DESEMPLEO - PRODUCTIVIDAD**



Fuente : J.P. Morgan